

自己株式の取得規制について

居 林 次 雄

1. わが国の自己株式の取得規制
2. 米国の自己株式の取得規制
3. EC各国の自己株式の取得規制
4. 商法改正に関する各方面の意見
5. 自己株式取得規制の緩和の方向
6. まとめ

株式会社が自社の発行した株式（自己株式）を取得することは、資本の払い出しに当るなど問題があると考えられており、日本の商法は原則としてこれを禁止しているが、米国では一定の限度まで自己株式の取得を比較的自由に認めている。EC諸国の場合は、マーストリヒト条約の締結後、会社法の統一が徐々に進められており、英国を始めEC各国においても自己株式の取得について、ECの第二指令に副って、自己株式取得の規制を緩和している。

そこで日米欧を比較すると、今や日本の商法における自己株式の取得規制は、最も厳しいものとなっている。バブル経済の崩壊に伴い日本の証券市場における株価の暴落に対処して、景気対策や証券市場対策の一環としても、自己株式の取得規制を緩和して、自己株式の取得が広く行われれば、株価の上昇につながる面もあると期待されるようになった。また日米構造協議において、日本の株式市場における法人の株式相互持合い状況の解消も米国側から要請がされており、その受け皿としての自己株式の取得制限の緩和も要請されている。本稿では、自己株式の取得について、日本の商法をどのように改正すべきかを検討

してみたいと思う。

1. わが国の自己株式の取得規制

商法210条は原則として、会社は自己株式を取得してはならない旨を定め、僅かな例外を定めているに過ぎない。

例外としては

- a) 株式の消却のためにするとき
- b) 他の会社と合併したり営業全部を譲り受ける際に、相手方が当社株式を保有しているとき
- c) 権利の実行に当り、債権者たる相手方が当社株式以外には目ぼしい資産を有せず、これを取得しなければ目的を達しないとき
- d) ・合併・営業譲渡に反対する株主の株式買取請求に応ずるとき
 - ・株式の譲渡制限を定款に定めることに反対した株主の株式買取請求に応ずるとき
 - ・単位未満株式や端株の買取請求に応ずるとき
 - ・会社の組織変更に反対する株主の株式買取請求に応ずるとき
 - ・発行済株式総数の5%以下の自己株式の質受け
 - ・自己株式の無償取得^(注1)

等々が考えられる。例外の項目数としては多いようにみえるが、実際にはこのような事例の起ることは稀であったり、あるいは僅かな数量の自己株式を取得するに過ぎないから、基本的には、日本の商法では自己株式の取得が厳格に禁止されていると言える。

またこのような例外の場合に自己株式を取得しても、これを「相当な」時期に処分することを商法は定めている。「速やか」な処分と定めなかったのは、証券市場の相場の模様などによっては、売却を急がない方が会社にとって有利であることなどを考慮したためである。

さらに商法は自己株式の取得禁止規定に違反した取締役や会社の使用人等に

対して刑事罰を課すこととしており（商法489条2項），また自己株式を違法に取得して，これを売却した際に会社に損害が生ずれば，商法266条によりその賠償責任がある^(注2)と解されている。

このように自己株式の取得について，日本の商法が厳格な規制をしているのは何故であろうか。

(1) 自己株式取得禁止の理由づけ

株式会社が自己株式を取得するということは，社団法人たる会社が同時に自己の構成員である社員になることになり，理論上，不可能である，という判決がある。^(注3)

また混同の法理に反するという学説もある。^(注4)

しかし多くの自己株式取得禁止の理由づけは，法律政策上のものであって，その最大のものは，自己株式を会社が取得すると会社財産の基礎を危くする——資本維持，充実の原則に反することになり，会社債権者が会社自体の利益を害するという点にある。^(注5)

次に自己株式の取得により会社の内部事情に通じた取締役等が株価操作や投機的な取引を行い，株主・投資家の利益を害する点を挙げる。^(注6)

また一部の株主から恣意的に自己株式を会社が買い取ることは，取得の方法，対価次第によっては，特定の株主を優遇する結果になり，株主平等の原則に反することや，経営者が，会社支配を維持する目的で自己株式を取得することにより，無能な経営者の温存を図る結果になる，という指摘もある。^(注7)

さらに株式の買い占めをした者から高い価格でその株式を会社が買い取ることは，会社に財産的損害を与えることになり，反面，会社荒しを助長する結果にもなって弊害が大きいとされる。^(注8)

あるいは自己株式の取得禁止は，企業の社会的責任の会社法制上における法の規範化と解する説もある。^(注9)

(2) その他、自己株式の取得に該当するもの

100%の株式を親会社が保有する場合、その保有されている子会社が親会社の株式を取得すると、これは自己株式の取得に該当するという点では、従来から異論がなかった。しかし、親会社が過半数の株式を保有してはいるが、100%の株式保有ではないという場合、その子会社が親会社の株式を取得したときは、自己株式の取得に該当するのか否かが争われていた。昭和56年の商法改正において、この点について立法的に解決し、如何なる子会社も親会社の株式を取得した場合、これは自己株式の取得である旨が、定められた（商法211条の2）。

この立法に当り、子会社の定義をして、直接に過半数の株式を親会社が保有するケースのみでなく、間接的に過半数の株式を保有する結果になる場合も含んで子会社と看做すこととされたので（商法211条の2第3項）、孫会社も含み子会社あるいは姉妹会社の保有する株式も合計して過半数の比率に達する様な会社があればその会社を子会社と看做すことになった。その結果、連結会社相互間で、親会社の株式を保有することも、自己株式の取得禁止規定に触れることが明らかにされた。

これにより脱法行為が防止され、自己株式の取得は為され難くなったと言える。

株式相互持ち合いの場合についても、子会社が親会社の株式を保有する場合と同様に、禁止すべきである、とする立法論もある。このような場合には、資本の空洞化が生ずるからである。

しかしながら親子会社間の株式保有と異なって、支配従属関係にない会社間の株式相互保有の場合についてまで、自己株式の保有の禁止と同様の厳しい立法をすることは行き過ぎであると考えられて、昭和56年の商法改正においては、相互保有株式の議決権の制限をする立法にとどめられ、株式相互保有を禁止するところまでは進まなかった。すなわち、発行済株式の4分の1を超える株式を保有されている会社が、その保有している会社の株式を保有しても、その保有株式については議決権を有しないことと定められた（商法241条第3項）。

自己株式については、議決権がなく（商法第241条第2項）、新株引受権や配当請求権もないと解する。^(注10) 少数株主権、会計帳簿閲覧請求権、総会決議取消請求権などについても同様である。

日本の商法上、自己株式は例外的に一時的に保有されるものと定められているから、会社決算上は「流動資産の部」に「自己株式」として表示することとされてきた（計算書類規則12条）。

2. 米国の自己株式の取得規制

米国の各州で制定されている会社法では、自己株式の取得について、原則として一定の限度まで自由に認めている。

まず株式の償還（stock redemption）や資本減少（reduction of capital）のために、会社が自己株式を買い戻す（stock purchase）ことを認めているのは、日本と同様である。

株式の買戻しは、利益剰余金（earned surplus）の限度まで許される（デラウェア州会社法160条(a)、模範事業会社法5条）。定款の定めあるいは、取締役会の決議または株主総会の決議によって、資本剰余金（capital surplus）の範囲まで拡大して自己株式を取得できる（デラウェア州会社法160条(a)、ニューヨーク州会社法513条(a)、カリフォルニア州会社法166条）。

この結果、会社は剰余金のある限り（資本金に喰い込まない限り）自由に自己株式を取得することができ、また早期に処分することが義務づけられていることもないので、長期に亘って保有することも、短期で譲渡することも何れも会社の自由である。

上場会社等の株式公開会社であれば、連邦法である証券取引法の適用を受けるので、証券取引法により自己株式の売買についてのディスクロージャを要求され、あるいは内部者取引（insider trade）の規制を受ける。

長期保有の自己株式は、金庫株（treasury stock）と呼ばれ、貸借対照表における資本の控除項目として表示される。これは保有することを前提としての

会計処理であり、日本のように流動資産に表示されるのとは、根本的に異なる。

日本では自己株式の処分による損益は、単なる株式譲渡損益として、損益計算書ではその他の営業外損益に計上され、当期利益を増減させる結果となり、したがって配当可能利益を増減させる。

しかし米国では、自己株式の譲渡差額は、資本の控除項目として表示されている通り、資本剰余金と資本金にチャージされる。すなわち自己株式の譲渡損益は、当期の損益には影響されずに、資本剰余金の増減項目として処理される。

自己株式によって譲渡差益が計上されるケースにおいては、その分だけ資本剰余金が増加するので、将来、株式分割に用いることができるようになる。

日本においては、このような資本剰余金と利益剰余金という概念を用いておらず、①時価発行増資における増資プレミアム、②合併差益、③減資差益のみを資本準備金と定めている（日本商法288条の2）。この資本準備金は米国会社法の資本剰余金に相当する。しかし自己株式の譲渡差益について日本商法は資本準備金としていないので、単なる剰余金として計上されてしまう。

これに対して米国会社法では、自己株式の譲渡差益を資本剰余金項目としているので、この点が日本商法と異なる。

反面、米国会社法には日本商法の288条における利益準備金という制度がないので、配当可能利益の計算において、すっきりしていると言える。

さて自己株式を取得した場合、無額面株式であれば、取得価額の全額が、貸借対照表上、金庫株として資本から控除される形式で表示される。しかしながら額面株式であれば、その株式の発行の際に生じた資本剰余金にチャージする部分と金庫株として資本から控除する部分とに分けられる。これは自己株式の発行価額と、自己株式を再取得する価額の下によって、色々なケースに分かれる。少なくとも資本金は額面金額に発行済株式数を乗じた金額であるから、この部分については、自己株式を取得した際に、資本金から控除する形式で表示する。額面を上廻る部分については、株式発行に当って得られた資本剰余金を減額する形で決算をする。自己株式を取得した価額が、株式の発行価額を上

廻るようであると、資本剰余金では賄い切れなくなるので、その上廻った部分は利益剰余金を以て充当しなければならなくなり、会社の配当可能利益を減少させる結果になろう。

さてその後、この自己株式を処分した場合の会計処理はどうなるか、という問題がある。自己株式の売却価額のうち、額面部分で金庫株を消去し、その残額は資本剰余金として計上される。

しかし、自己株式の発行価額よりも自己株式の取得価額が上廻っていて、利益剰余金を取崩した場合、後日、この自己株式を処分した時は、自己株式の取得価額を上廻った分で利益剰余金を増やすことができるかどうか、という複雑な問題がある。このような場合にも、自己株式の処分については、金庫株を消去した残額は、すべて資本剰余金として計上すべきものとされる。ただし、米国の場合は日本と異って、無額面株式が普及しているので、自己株式については取得価額分で金庫株の増減を表示し、それとの差額は資本剰余金の増減を以てするのが通例である。

3. EC各国の自己株式の取得規制

(1) EC第二指令による自己株式の取得規制

EC各国では、米国よりも自己株式の取得規制は厳しいと言える。しかしマーストリヒト条約によって、ECが統合されることになり、1976年に株式会社の資本充実・維持の原則に関するECの第二指令が発せられて以来、会社法もEC各国でこの指令に副って改正が加えられるようになり、自己株式の規制も緩和された。

EC第二指令19条から27条では自己株式の取得規制について、次のようにモデルを定めている。

- ①自己株式は払込資本金の10%以下であること
- ②自己株式の取得には株主総会の承認決議があること。この決議は18か月間有効である。

③会社の重大かつ急迫の損害を回避するために必要な場合には、自己株式の取得ができること

④自社又は関係会社の従業員に分配するために必要な場合は、自己株式を取得できること

以上の規制に違反して取得された自己株式は、取得後、1年以内に処分しなければならない。

自己株式については議決権がなく、自己株式の取得のための融資を会社がすることも禁止される。子会社を通じた自己株式の取得も禁止されている。

自己株式の取得にあたって、インサイダー取引を防止するためのEC指令が別に発せられており、会社が自己株式を取得して、会社の重大かつ急迫の損害を回避するには、買入りの上限価額は、時価の10%までとされるなど別の規制もあり、ディスクロージャの定めも別に行われることになっている。

(2) 英国の自己株式の取得規制

英国において株式会社の自己株式の取得は原則として禁止され、無償取得の場合、裁判所の命令による取得の場合、資本減少の場合及び優先償還株式償還の場合許されるものと定められていて、最も厳しい規制が行われていた。

このように、かつては伝統的な資本充実・維持の原則を貫ぬき、債権者保護のために、自己株式の取得は禁止されるべきであると考えられていた。

しかしEC統合が進められることになって、ECの第二次指令が発せられて以来、自己株式取得について緩和された方針が打ち出されたので、EC各国は会社法の改正に着手した。

英国でも、1981年の改正会社法において、自己株式の取得規制を大幅に緩和した。1985年の会社法でも、この改正規定を引き継いでいる。

英国会社法143条では自己株式の取得について、次のようなケースを認めている。

①会社が自己株式を無償で取得するとき

- ②償還株式を償還するために自己株式を取得するとき
- ③一定の限度まで自己株式を買い取るとき
- ④資本の減少をするため自己株式を買いとるとき
- ⑤会社の定款の目的を変更する議件に反対した株主や会社の組織変更反対する株主の株式買取請求に応ずるとき
- ⑥裁判所の命令に従って、不平等な取扱いを受けたとされる株主の買取請求に応ずるとき
- ⑦新株の払込期日までに払込まれない株式の没収又は株主の払込解意により会社がその株式を取得するとき

以上のうち③の自己株式の買い取りは、広範な定めであり、実質的に米国の如く広く自己株式を取得できるので注目に値する。

会社法143条(3)(a)においては、自己株式は、貸借対照表の配当可能利益を財源として取得できることとされている。

これにより実質的に資本金が減少した結果になるのを防止するため、自己株式を取得した分に相当する「資本償還準備金」(Capital Redemption Reserve)を積み立てることを会社に義務づけている。この資本償還準備金は、配当可能利益から控除されることになっているので、資本充実、維持の原則は守られていると考えられる。

資本償還準備金はこれを資本金に組み入れて株式の無償交付に用いることができる。

配当可能利益を限度として会社が自己株式を取得する場合には、先ず定款に自己株式の取得を認める定めを設けておくことが必要である。また上場株式について、市場より自己株式を取得するに当っては、事前に株主総会で決議をし、①自己株式取得の株式数、②買付を認める株式の最高価格と最低価格、③買付を認める期間(最高18か月)をも総会の普通決議で承認しておく必要がある(会社法166条、163条)。

市場外より自己株式を買う場合には、定款に自己株式の取得を認める定めが

あり、一々の契約について総会の特別決議によって、自己株式取得を承認する決議の有効期限（限度18か月）を定めて、事前に承認を受けておく必要がある（会社法164条，165条，163条）。

会社は自己株式を取得した場合、取得の後28日以内に登記所に報告書を提出して、登記をすることも義務づけられている（会社法169条）。

以上の如く英国における自己株式の取得規制は、定款及び株主総会における自己株式取得に関する事前の承認を得て、公正を期するところに特色がある。

私会社（private company）は、会社の資本金を財源として自己株式を取得できるが、①取締役会において支払不能でないことを宣言し、②監査役がこの宣言を正当であると証明し、③ロンドン・ガゼット紙に公告し、④株主総会により事前に承認されていることを要件として認めている（会社法171条）。

英国会社法で、EC第二指令の「重大かつ急迫な損害を回避するため」に自己株式を取得できるとする条項を定めなかった理由として、株価操作のために自己株式の取得を容認するのは正当でないこと、経営者に企業買収・合併の対抗手段を与えることが適当でないこと等が挙げられている。^(注14)

証券取引法においては、発行済株式の15%以上の自己株式を取得する場合、株主に必要な開示をした通知を送付し、証券取引所における「公開買付けの方法」によらなければならないとしている。「公開買付」に当っては、少なくとも日刊新聞2紙に7日間以上、公告をしなければならない。15%未満の自己株式の購入に当っては、通常の市場取引で良く、買入価格は、市場の平均値の5%増し（直前10日間の中値の平均）を限度とする。決算発表後2か月内は、自己株式の取得は許されず、証券取引所に対して会社から、総会決議事項や実際に自己株式を取得した内容を通知する義務がある。^(注15)

(3) ドイツの自己株式の取得規制

ドイツ株式法は1978年にEC第二指令に基づいて56条，71条が改正され、自己株式の取得が認められている。

- ①重大かつ現存の損害を回避するため必要がある場合
- ②従業員あるいは従業員持株会に提供される場合
- ③営業譲渡，合併等に反対する株主の買取請求に応ずる場合
- ④銀行が顧客からの買い注文に応ずる場合

なおドイツ司法省は，基本資産の5%までは自己株式の取得を許容する規定を盛り込もうと考えている。また「従業員」の定義には，退職したが年金を受給している者も含まれるような規定に改正することも考えられている。^(注16)

(4) フランスの自己株式の取得規制

フランスでは1966年改正会社法により次の場合に自己株式の取得が認められている。

- ①減資のために自己株式を取得するとき
- ②従業員に提供するために自己株式を取得するとき
- ③自社の株価の変動を調整するために自己株式を取得するとき
- ④譲渡制限をした場合に，その株式を買い取るとき

その後，1981年に

- ⑤包括承認の場合の自己株式の取得を認めた。

相場調整のために自己株式を取得するには，予め株主総会の承認決議を得ておくこと（有効期間は18か月），売買時の最高値，最低値の決定をしておくこと（会社法217-2条2項）

引受資本の10%以内に限定すること（会社法217-3条1項）等のセーフ・ハーバー・ルールに服する必要がある。

フランス証券取引委員会へ通知し，その監視の下に自己株式を売買する（会社法217-5条1項）。

営業報告書において，自己株式取引の株式数，取引価額，手数料等を記載すること等も義務づけられている。

従業員に提供するために自己株式を会社が取得できる場合（会社法217-1条），

①従業員共同基金が自己株式を取得する、②会社が自己株式を買い入れて、従業員に直接譲渡する、③会社が新株を発行して従業員に取得させる、④従業員にストック・オプションを与える、というような方法がある。

フランス証券取引所は、自己株式の取得について、減資のための自己株式の取得を規制しており、公開買付によることとし、公開買付価格は証券取引所の承認を要するものとしている。

株主総会の承認決議によって自己株式を会社が取得する場合、通常総会において、自己株式の取得目的を開示するが、たとえば「市場における流動性を保障するため」、「株価の異常な乱高下を防止するため」というように明示する。

自己株式の売買は、事前に証券取引所に売買を行う旨が通告され、自己株式の売買はその銘柄の出来高の25%以下に押さえ、売買仲介業者を一社に限定して行う必要がある。自己株式の売買は、発行済株式総数の10%までの範囲に限定される。^(注17)

4. 日本の商法改正に関する各方面の意見

(1) 自己株式規制に対する緩和の意見

日本における自己株式の取得規制に対して、これが厳格すぎるので商法を改正するようかねてから経済界より意見書が提出されていた。^(注15) 法制審議会商法部会においては、自己株式の取得規制を緩和する要否について検討されたが、その弊害を防止する具体策や自己株式取得を許容する具体案につき意見の一致が見られず、商法改正に至らなかった。

経済界では、資本の自由化に対処して、外資による日本企業の買占めに対抗するために、自己株式の取得を認めること、従業員持株制度の推進のために自己株式の取得を認めること、ストックオプションの採用を容易にするために自己株式を活用すること等々を要求し、米国の如く剰余金（配当可能利益）の範囲内で自己株式を取得できるように要求していた。しかし、外資の買占めに対

抗するには、議決権を奪うものとする自己株式の取得では、効果的でない、とする反論もあり、商法改正に至らなかった。

このため外資対抗策は自己株式の取得による防戦買いに依らず、上場会社相互間における株式相互持ち合いに走るようになったと思われる。その後、昭和56年に発行済株式の20分の1まで、自己株式の質受けを認める商法改正が行われた。

今日に至って、欧米各国の会社法では自己株式の取得が日本よりも広く認められているので、日本商法も欧米と軌を一にすべきであるという思いは、日本企業の中でも募っている。日本企業が欧米企業の買収を試みると、先方は自己株式の取得という形で株式の防戦買いができる。これに対して、欧米企業が日本企業の買収を意図しても、日本企業は自己株式の取得ができない法制であるために、株式の防戦買いができない。この点はイコール・フツティングでないと感ぜられており、自己株式の取得規制を緩和するように、とする日本の経済界の念願は続いている。

法務省は平成5年に至って、各方面に対して、自己株式の取得に関して商法を改正すべきか否かに関して、アンケートを発して、その回答を取り纏めるに至った。

これに先立って、法務省の法制審議会商法部会において、平成4年4月から、自己株式の取得および保有に関する商法上の規制の見直しについて審議が開始され、自己株式の問題点の洗い出し作業が一応終ったので、検討された問題点を取り纏めた上で、関係各界に意見照会が行われたものである。^(注16)

これは裁判所、弁護士会、大学、経済界の200に上る関係機関や団体に意見照会の形で発せられたものであるが、平成5年6月末という回答期限までに77団体から意見が寄せられた。

裁判所、日本弁護士会、国公私立の各大学（20校）、経団連を始め経済団体（20団体）、金融関係団体（7団体）、中小企業団体（16団体）、その他12団体からの回答があったが、基本的には日本商法の自己株式の規制を緩和すべしと

する意見が多数を占めた。^(注17)

- ・ 株主への利益還元

規制緩和の必要性について、第1に株主への利益還元の充実を挙げているものがある。自己株式の取得によって、社外株主の数が減少すれば、それだけ一株当たりの利益が増加し、次期以降増配の可能性が高まる、というものである。

これに対し、若し自己株式の取得価格が高値であると、かえって、配当可能利益を減少させる結果になる、という反対意見も弁護士会、大学関係から出されている。

この点については、現行法でも、自己株式の取得を株式消却については認めているので（商法210条1項1号）、取得規制緩和の具体的な提案としては、説得性に欠けているということができよう。

ただし、日本の商法では、株式の消却の場合には株主に「みなし配当」課税を行うこととしている。実際に株式の消却に応じて株式を手放した株主に、配当課税と株式の譲渡益課税が行われるのは当然としても、株式の消却に応じなかった株主にも「みなし配当」課税を行うこととしているため（所得税法25条1号）、株式を消却する目的で自己株式の取得制度を利用すると、消却に応じなかった株主に不利に働くという問題がある。^(注18)

この点は商法に問題があるというよりも、税法改正の問題で解決すべき事柄であると思われるが、商法が自己株式の取得規制を緩和する、ということになれば、税法も再検討を迫られることになるだろう。

- ・ 従業員持株制度

次に自己株式の取得を必要とする意見では、従業員持株制度を確立し、発展させるためとするものが多い。そもそも終身雇用制を採用する日本企業では、欧米の如く企業への従業員の定着率を高める刺戟策の必要性は低いと思われるが、近年は日本でも次第に年功序列型の終身雇用制が崩れつつある。そこで従業員に自社の株式を保有して貰い、会社が発展すれば、株価も上昇して、従業員自身が保有する自社の株式も資産価値が高まるので、従業員の愛社精神も企

業への定着率も高まる、というものである。

勿論、従業員が証券市場から自社の株式を購入することでも、持株は増やすことができる。しかし、会社が自己株式の取得保有を手広くできるように商法上で緩和されれば、株価の割安の時に会社が自己株式を取得しておくことが可能となり、株価の値上りした時期にも、比較的安い価格で従業員に譲渡することもできるので、自己株式の取得規制を緩和することが、従業員の財産形成にもつながる。これが従業員の定着率を定め、企業の発展にも資すると考えられている。

欧米では従業員持株制度が発達しているが、定年で退職する際には、相当な資産を保有する格好になるので、中産階級を育成するのに役立つと考えられている。自己株式取得規制の緩和の理由としては、従業員持株制度が第一義的に上げられている。

同様にストック・オプション（stock option —— 株式買受選択権）制度の採用に、自己株式が役立つとする意見も多い。

ストック・オプションは、一定の勤続年数を経た者や管理職、役員として一定の年限を経た者に、功労的なものとして与えられる。このストック・オプションは、株価の安い時に会社が自己株式を取得しておき、これを役職員のストック・オプションの権利行使の請求があった時に、予め決められた価格を役職員が会社に払い込めば、役職員にその株式を与えるというものである。株価が値上りしても、予め決められた払込価額で株式が取得できるので、役職員にとっては有利である。これが役職員に功労株を与えた格好になり、役職員の財産形成にも役立つこととなるので、会社への忠誠心も高まるというメリットがある。

役職員がストック・オプションを行使すると、どれだけの株式が必要になるかは予め会社としては判明しているから、会社は自己株式の取得という形か、あるいは新株引受権を与えるという形かの何れかで以て、ストック・オプションに対処することになる。

そこで自己株式によるのではなく、新株発行で対処できるのではないかと

する反対意見が、弁護士会やいくつかの大学から出されている。しかし新株発行に依ると、発行価額の如何によっては、他の株主の持分を害する虞れも高くなる場合もあると思われるので、自己株式の取得を以て対処する方が、ベターであると思われる。

・ M & A への対抗策

第4としては、企業買収(M & A)に対しての対抗策として、自己株式を取得できるようにすべしという意見が多く述べられている。経済団体は一致して、この意見であった。これに対し大学、裁判所、弁護士会では、現経営陣の会社地位維持のために悪用される虞れのあること、高値で防戦買いをした後、株価の急落で会社が損失を蒙る虞れのあること、自己株式の保有に総量規制をしないと防戦買いの有効性に疑問のあること等を挙げている。

資本の自由化が進められて、日本の資本市場、証券市場も国際的にオープンになったので、国益の観点から、M & A 対抗策として自己株式の取得を認めよ、とする経済界の意向は根強い。

・ 不況対策

次に今次不況対策の一環として、暴落した証券市場の株価を立て直すには、自己株式の取得規制緩和が効果的である、とする意見が経済界より出されている。

その流れに属する意見としては

- ①会社の余剰資産を適正に運用するには気心の知れた自己株式が安心できること
- ②株式需給の適正化のために、株価の下落した時点では自己株式の取得を進め、高値で暴騰している時点で、相場を冷やすために自己株式を売却すると、相場の暴走を押さえる効果があること
- ③日本市場で企業の株式相互持ち合いのために、相場形成に支障があると指摘されているので、その受け皿として自己株式の取得を認め、早期に相互持ち合いを解消すれば、国際的にも日本証券市場への信頼を回復さ

せることができること

等々の意見が出されている。

これらの意見に対しては、反対意見も根強く、自己株式にはリスクが多く資産運用の対象として適さないこと、株価は市場原理に委ねるべきであるから、自己株式によって株価操縦を許す格好になるのは適当ではないこと、株式相互持ち合いの解消は必要としても、他の方法に依るべきであることを等を主張して、自己株式取得規制を緩和することに反対する意見が大学、裁判所、弁護士会などから出されている。

・ 中小企業の問題

中小企業からは、①閉鎖会社の株主に相続が生じた場合に自己株式の取得を認めること、②株式の譲渡制限を定款に設けている会社について、適当な買受人がない時に、株主からの買取りに応じて自己株式が取得できるものとする、こと、中小企業の経営者の交代に当って、円滑な事業承継のために、自己株式の取得を認めること等、中小企業への配慮を求める意見もあった。

(2) 自己株式取得の財源とその他の規制

自己株式の取得については原則として禁止し、例外的な事由を商法に若干追加する、という意見と、自己株式の取得は一定の限度迄、商法上容認し、事由を問わないものとする意見とに大別される。

経済界では、自己株式を広く取得できるものとする米国型の意見が多いのに対して、裁判所、弁護士会、大学の多くは、取得事由を若干、商法に追加するというEC型の意見が多かった。

取得財源規制については、「配当可能利益」を限度とする意見が圧倒的に多い。このような限度を原則としつつも、企業買収の対抗手段として必要な場合には、例外的にこの限度を拡大するように、経済団体から要求が出されている。たとえば利益準備金や資本準備金を限度に加えるには、株主総会の特別決議を要することとしてはどうか、という内部監査協会の意見もある。

これに対して、配当可能利益よりも厳しい限度を設けるように主張する意見もあり、大学や弁護士会の中からは、配当可能利益の2分の1を限度とするとか、取得した自己株式と同額の準備金（引当金）を負債の部に引き当てて、その結果として配当可能利益がマイナスにならないような場合に、自己株式の取得を認めるものとする意見もある。

一方、自己株式の取得は、定款にその旨の規定がある会社に限るものとし、取得の都度、株主総会の事前の決議が必要である、とする制度的な規制を大学側からは主張している。

また自己株式の保有株数について、発行済株数の十分の一（または二十分の一）というように商法上で規制すべしとする意見が、弁護士会や大学から出されているが、経済団体からは財源規制で充分であるという意見が出されている。さらに取締役会の決議を事前に必要とすること、証券取引法による公開買付けの方法によるべきこと、取得事由によっては、公開買付けの必要はないこと等の意見がある。相対取引を認めるかどうかについては意見が二分されている。

(3) 自己株式の保有と処分

現行商法の如く自己株式を相当の期間内に処分すべきかどうかについて、大学の中には現行法通りとする意見もあるが、取得事由によっては、保有の期間には自由な幅を持たせるべきであると経済団体は主張している。

保有する自己株式については、利益配当請求権を認めないとする意見が圧倒的に多く、議決権についても同様である。株式分割については、弁護士会や経済団体は、これを認めるべきであるとしているが、大学の中で、株式の消却を主張している向きは認めないとしている。新株引受権については、意見が分かれている。

自己株式の貸借対照表上の表示については、流動資産として計上する方法、注記による方法、資本準備金の控除項目とする法等、意見が分かれている。損益計算書においては、自己株式の売買損益は、特別損益の部、営業外損益の部

に計上する、という意見の他、資本準備金の増減項目とし、損益計算書に係らせない、とする意見もあった。

営業報告書においては、自己株式のディスクロージャを行うことに賛成の意見が多い。附属明細書においては、詳細な記載に経済団体は難色を示しているものが多いが、大学や一部の団体は自己株式の増減明細や取得事由などを記載すべきものとしている。

監査役の監査報告書への記載については、意見が分かれているが、業務監査の一環として、自己株式の取得事由、取得限度、インサイダー取引違反の有無等々につき監査役の監査結果を記載すべきであるとする意見も出されている。

5. 自己株式取得規制の緩和の方向

諸外国における自己株式の立法例をみると、明らかに日本の商法の規制は厳格であり、これを国際的に軌を一にしたものとして、国際資本の自由な流れに対処することが必要であると思われる。日本の資本市場のみが諸外国と異った規制をしている余りに、日本の証券市場の相場が公正でないとして、諸外国から非難されることがあってはならないからである。

しかしながら日本における各方面の自己株式取得規制に関する意見をみると、経済界では大幅な緩和を望んでいるのに対して、大学、弁護士会、および裁判所においては、企業の自己株式の取得、保有には根強い反対がある。その原因は色々であろうが、日本の証券市場に対する根強い不信が存在することが挙げられる。^(注19)

しかし日本企業の株式は諸外国の証券市場に上場されていたり、海外の市場で店頭売買が行われているものも多くなり、また諸外国の投資家が機関投資家も含めて、日本の証券市場への直接投資に大量に参加しているのであるから、単に日本の立法関係者の日本証券市場への不信感を以て、日本市場が例外的に扱われるべきである、と主張することのできない状況に置かれている。

そこで、欧米諸国との均衡のとれた法制に改め、できる限り公正な価額が形

成されるように努力すべきであり、またそれが達成されなければ、日本が諸外国に伍して自由主義経済社会で存在することも不可能となろう。

日本経済がすでに自由主義経済社会において、世界のG N Pの10%の比重を占めるまでになった以上、好むと好まざるとに拘らず、資本市場の国際化に観知を傾けなければならないのである。

この意味で日本商法の自己株式の規制も、日本のみならず、諸外国の株主・投資家、債権者保護に支障を来さないような、国際的に整合性の保たれたものとする必要がある。

このため各方面の意見や諸外国の法制を参考として、日本の商法改正においては、少なくとも次のような点を留意する必要がある。

まず自己株式については、取得限度を貸借対照表における配当可能利益（商法290条における貸借対照表の資産から負債を差し引いた純資産額より法定準備金を控除した残額）とする。この限度を以て取得した自己株式については、取り取えず資本の控除項目として（米国における金庫株と同様の扱いとして）表示する。この点は米国型を採用する。

自己株式の取得に当っては、先ず定款で自己株式の取得を認め、かつ取締役会に授權し得る旨の定めがなければならない。株主権の侵害を防止する第一の前提である。

次いで自己株式の取得限度において、取締役会で決議できる限度を、商法又は会社の定款で定め、かつ自己株式の取得の都度、株主総会の包括承認決議を要するものとする。自己株式の取得価格の最高限、最低限等のセーフ・ハーバー・ルールについては、取締役会の決議があることを要するものとし、取得事由についても取締役会で承認を要するものとする。^(注20) 新株発行における不公正発行に該当しないような配慮からの立法が必要である。

取得した自己株式については、営業報告書において、その概要を説明し、附属明細書において、増減の金額明細、取得自由、処分の理由、株数の明細等々を明らかにする必要がある。

自己株式の売買差額については、その性質が資本取引であるから、資本準備金にチャージすることを原則とし、その増減についても附属明細書において明らかにする。税法も商法と整合性を保つように改正されるべきである。

以上の点については、商法及び計算書類規則において法定し、監査役は、このような点について取締役に違法な行為がないかどうかを監査し、監査報告書においてその結果の明示をする法制を確立する必要がある。

とくに自己株式の取得、処分によって株価操縦を行っていないかどうか、不正な取得・処分を行って株主の持分を不当に侵していないかどうか、取締役の地位を不当に保全しようとした事実がないかどうか等については、具体的に監査役の監査対象として、監査報告書に記載するルールを確立し、公正を期する必要がある。

すでに証券取引法においては、時価発行増資における株価安定操作や公開買付については、ディスクロージャーや届出制度が確立されているので、自己株式の取得・処分についても同様なディスクロージャーや届出制度を設けることも考えられる。

以上により、日本商法が自己株式の取得、保有を、一定の限度で、国際的に認められるルールで認めることとすれば、この新しいルールによって証券市場の価格形成が行われることになり、かえって規制の厳しいが故に、これまでの疑心暗鬼の相場ではないかとする不信が払拭されることになろう。

今迄は、自己株式の取得規制が厳格であり過ぎたが故に、これを免れようとして第三者名義で自己株式を取得した事例などがあったために、日本市場への不信が募っていた嫌いもある。すべての取引が白日の下にさらされて、自由な株価の形成に資するように、立法関係者の考え方を抜本的に改める必要がある。

たとえば外国為替相場は、為替管理法の厳しい規制を撤廃して以来、国際的に通用するものとなり、東京外国為替市場は、ニューヨークやロンドンと並ぶ金融相場を形成するのに重要な役割を果たしている。かえって自由になり過ぎ

て、外国為替相場は一時期、投機的な様相を帯び、日本銀行を始め各国中央銀行が介入する必要がある場面も出ている。これにつき、どのような介入をしたのか、その詳細を公表することはかえって、投機筋を助長するとして、介入の有無さえも極秘にされている。

証券市場において、各国法制が一致すればロンドン、ニューヨーク、東京の各証券取引所の相場が、それぞれ写真相場となって公正な価格が形成されれば、投資家保護にも役立つわけである。規制緩和は、目下の日本合言葉であるが、自己株式の規制についても同様であり、国際的な水準まで規制を緩和していくのは当然である。

これに対して、株主・投資家の保護に欠けるという理由で、いろいろの規制を残すと、かえって不自然な株価形成をもたらして、かえって投資家に不測の損害を及ぼすことも多い。

一度に規制を緩和することが危険であるとするならば、第一段階では自己株式の取得限度をやや低めとし、次第にこれを緩和して、何年間か時間をかけてでも国際的な限度まで、引き上げて緩和する、ということでも改善の方向になる。各方面の商法改正に反対する意見をみると、危険性を懸念する余り、かえって規制を強化してしまい、自由公正な株価形成を歪める結果となりそうな虞れのあるものもある。自由な市場経済を形成させるような商法、証券取引法に近づくべきであると考える。

6. まとめ

本稿は鱒沢教授の退官記念号のものであるから、経済学の観点から論ずる必要があるが、法律家の悲しさで、経済理論に立脚して、自己株式の規制緩和と証券市場の価格形成を論ずることができない。

しかしながら日本の法令は、諸外国に比して市場経済に介入し過ぎており、諸外国からは日本の市場の閉鎖性の癌であると非難され、その緩和が要請されているので、その観点から最後に筆者の感想を述べて、まとめとしたい。

理論的に学者や評論家や官吏が議論をしていくと、どうしても法令で色々と規制をし、計画的に資源や資金を処分していく方が、効率的な経済となる、という結論に到達し勝ちである。これをつきつめていくと計画経済が正しい、という結論になるのであるが、今日の世界経済を眺めてみると、どうしたことが計画経済に依っている国は貧しく、経済発展が遅れ、自由主義経済に依っている国が経済発展をしている。

今日ではソ連邦の解体によって、社会主義にも、計画経済に市場原理を次第に取り入れつつある。

少々、話は飛躍するが、日本経済においても、戦中、戦後の統制経済の下では国民は息をひそめて生活をする有様であったが、今日では自由主義経済の下で、世界でも有数の経済大国になり、次第に豊かな生活を目ざしており、少なくともGNP比較では、日本は豊かであると自負するようになりつつある。

日本は市場原理に基づいて、法令による規制緩和をする方が、豊かさへの早道であると、日本国民のみならず、各国民が感じ始めている。平成の今日、規制緩和で景気回復を図るべし、とする大合唱が日本国中に満ちているのも、この流れようである。

この段階で、市場原理を規制している諸法令はすべて改廃されるべきであると思われるが、証券市場の株価形成にもいささか介入し過ぎているので、これらの諸規制についても、同様に改廃すべきであると思われる。日本の証券取引が、ロンドンやフランクフルトを追い越して、ニューヨーク証券取引所に次ぐ大きな規模になった今、見習うべきはニューヨークなどの米国証券市場であろう。^(注21) 日本的特性という問題を唱える前に、先ず国際化を図ることが必要であり、この意味で商法における諸制度も、米国のすぐれた点をすべて取り入れるのが先決問題であろうと思われる。

自己株式の取得規制についても、米国法制を見習って、証券市場の株価形成も一点の曇りもないようなスッキリとした制度を目ざしていく必要がある。確かに株式会社が資本維持、充実の原則を守るべきことは自明の理であるが、そ

れは米国各州の会社法の如く、資本に食い込まれないような自己株式の取得であれば達成される問題であり、日本の商法の如く自己株式の取得を先ず全面的に禁止してかかるということではない筈である。

そこで株価形成に支障のある問題を法令で必要最小限に絞って定めることとし、会社が株主・投資家に自己株式に関する情報を提供することを義務づけることとし、その他は会社と投資家と資本市場の市場の原理に基本を委ねる、という抜本的な発想の転換を日本の商法学者が行わなければ、抜本的な解決にならないと思われる。株価のことは市場原理に委ねる、という前提で今回の自己株式の取得規制の緩和も、抜本的改善を迫られていると感ずる今日此の頃である。

人智を傾けて公正な株価形成のために、色々と法令で規制を設けても、かえって欠陥だらけのものとなって、改廃を繰り返さざるを得なくなるものと思われる。はやり経済の発展は、市場原理に委ねられている、と観念すべき時期に来ていると考えられるので、規制はできる限り緩和するのが神の意思に叶うのであろう。この時点では、限りなく米国法制に近づくのが、最善の道であり、日本の証券市場に遅れをとっているEC法制に傾くのは、感心しない（1994年1月10日記）。

注

（注1）明文の規定はないが学説・判例上認められている。

東京地裁判決、昭和31年5月21日、下級審民事判例集7巻5号1297頁。昭和34年7月22日、下級審民事判例集10巻7号1513頁。

（注2）三井鉱山事件、100%子会社が親会社の株式を取得したのは自己株式の取得に当り、これを売却して生じた損害につき、親会社の取締役が会社にその損害を賠償すべきであると判示された（最高裁判決、平成5年9月9日）。

（注3）大審院判決、大正11年9月27日、刑事判例集1巻483頁、和歌山地裁判決大正7年3月15日法律新聞1401号26頁。

（注4）松波仁一郎「日本会社法」935頁。猪股淇清「株式会社本質論」403頁。柳川勝二「商法論綱」202頁。

（注5）蓮井良憲「釈釈会社法」(3)204頁。大隅健一郎「株式会社法講義(2)」644頁。田中誠二

「会社法詳論（上）」367頁。石井照久「会社法（上）」186頁。松田二郎「会社法概論」175頁。北沢正啓「会社法」206頁。鈴木竹雄・竹内昭夫「会社法」127頁。竜田 節「新商法演習Ⅰ」127頁。酒巻俊雄「会社法」74頁。矢沢淳「企業法の諸問題」191頁。

（注6）注5に掲げた学説以外では、河本一郎「現代会社法」152頁。神崎克郎「会社の自己株式取得と内部者取引」商事法務549号10頁。

（注7）上田 宏「株式会社における自己株式の取得(3)」法学19巻1号、96頁。竜田 節「自己株式取得の規制累型」法学論叢90巻4・5・6号、227頁以下。

（注8）高鳥正夫「慶応法学研究」54巻2号6頁。

（注9）加藤良三「株式会社法1」226頁。

（注10）通説は利益配当請求権があるとする。

松本丞治「会社ノ自己株式ノ取得ヲ論ズ」法学志林6巻55号23頁。田中耕太郎「会社法概論（下）」301頁。伊沢孝平「注解新会社法」356頁。服部栄三「会社法通論」72頁。松田二郎「株式会社法の理論」231頁。実方正雄「改訂会社法学」363頁。

有力説は自己株式について利益配当請求権はないとしている。

大森忠夫「新版会社法構義」138頁。田中誠二、前掲209頁。河本一郎、前掲159頁。

（注11）吉戒修一、杉江 潤、大竹昭彦「自己株式取得規制に関する欧州調査国の調査結果の概要」商事法務 No1334、61頁。

（注12）吉戒他、前掲、63頁。

（注13）吉戒他、前掲、55～56頁。

（注14）吉戒他、前掲、57～59頁。

（注15）経済団体連合会「商法改正に関する意見」昭和41年以降、数次に亘って自己株式の取得規制の緩和を要望

（注16）法務省民事局参事官室「自己株式の取得及び保有規制に関する問題点」平成5年1月28日

（注17）吉戒修一・小野瀬厚「自己株式の取得及び保有規制に関する問題点」に関する各界意見の分析」商事法務No1333、23頁以下

（注18）一株当りのみなし配当の額

$$= \frac{\text{消却した株式に対応する資本の金額}}{\text{消却しなかった株式}} \\ \text{消却した株式に対応する資本の金額} =$$

$$\frac{\text{消却直前の資本の金額}}{\text{消却直前の発行済株式総数}} \times \text{消却した株式の数}$$

（注19）岩原伸作「自己株式取得規制の見直し」商事法務 No1334、48頁。

（注20）岩原、前掲、商事法務No1335、21頁。

（注21）株式の時価総額は、ニューヨーク証券取引所 5兆ドル

東京証券取引所	3 兆ドル
ロンドン証券取引所	1 兆ドル